BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

Octobre 2016

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », par exemple l'indice IPCX, qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet. On peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 La Banque dispose d'une série de mesures exceptionnelles qu'elle pourrait prendre pour accroître la détente monétaire ou améliorer les conditions sur le marché du crédit lorsque les taux d'intérêt se situent à un niveau très bas. Ces mesures et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans le *Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt*, publié également dans le site de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse **banqueducanada.ca**

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, avenue Laurier Ouest
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© Banque du Canada 2016

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2016

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Stephen S. Poloz, Carolyn Wilkins, Timothy Lane, Lawrence Schembri, Lynn Patterson et Sylvain Leduc.

Table des matières

L'économie mondiale 1

Encadré 1 : La faiblesse du commerce international 2

Les conditions financières mondiales 3

Les États-Unis 3

Encadré 2 : Comprendre la faiblesse des investissements des entreprises aux États-Unis 5

Les autres économies avancées 5

Les pays émergents 6

Les prix des produits de base 6

L'économie canadienne 9

Encadré 3 : Principaux éléments du scénario de référence 10

L'évolution récente 10

La marge de capacités excédentaires 12

Les perspectives économiques 13

Encadré 4 : Le secteur canadien des services est le moteur de la croissance économique 15

Les exportations et les investissements 16

Les dépenses des ménages 19

L'inflation 20

Les risques entourant les perspectives d'inflation 23

L'économie mondiale

L'économie mondiale se renforce progressivement. La révision à la baisse de la croissance mondiale en 2016 tient principalement à l'activité plus faible que prévu aux États-Unis au premier semestre de l'année. À l'avenir, la robustesse des facteurs fondamentaux nationaux devrait favoriser un rebond de la croissance du produit intérieur brut (PIB) réel des États-Unis. À l'échelle mondiale, la croissance économique devrait se redresser pour passer d'environ 2 3/4 % en 2016 à quelque 3 1/2 % d'ici 2018. Les pays émergents alimenteront vraisemblablement ce raffermissement à mesure que la récession arrivera à son terme dans certains pays et que les réformes visant à stimuler la croissance progresseront (**Tableau 1**).

La faiblesse des investissements des entreprises et l'atonie des échanges demeurent les thèmes dominants des perspectives de l'économie mondiale (**Encadré 1**). La croissance des investissements a ralenti à l'échelle du globe depuis 2012, ce qui s'explique en partie par l'incertitude entourant les perspectives de la demande mondiale et par les ajustements structurels ayant lieu en Chine.

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2015	2016	2017	2018
États-Unis	16	2,6 (2,4)	1,5 (2,0)	2,1 (2,1)	2,0 (2,0)
Zone euro	12	1,9 (1,6)	1,6 (1,6)	1,3 (1,2)	1,5 (1,5)
Japon	4	0,6 (0,6)	0,6 (0,5)	0,8 (0,7)	0,8 (0,8)
Chine	17	6,9 (6,9)	6,5 (6,4)	6,4 (6,4)	6,3 (6,3)
Pays émergents importateurs de pétrole[c]	32	3,4 (3,3)	3,4 (3,4)	3,8 (4,0)	4,3 (4,4)
Autres pays[d]	19	1,3 (1,3)	0,9 (0,9)	1,9 (2,2)	3,0 (3,1)
Ensemble du monde	100	3,2 (3,1)	2,8 (2,9)	3,2 (3,3)	3,5 (3,5)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI) des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2015 publiées en octobre 2016 dans les *Perspectives de l'économie mondiale*.

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.

c. Le groupe des pays émergents importateurs de pétrole n'inclut pas la Chine. Il est composé des grands pays émergents d'Asie, d'Amérique latine, du Moyen Orient et d'Afrique — comme l'Inde, le Brésil et l'Afrique du Sud — ainsi que des nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud.

d. Le groupe « Autres pays » comprend toutes les économies qui ne font pas partie des cinq premières régions. Il est composé des pays émergents exportateurs de pétrole (p. ex., Russie, Nigéria et Arabie saoudite) et des autres économies avancées (p. ex., Canada, Royaume-Uni et Australie).

Source : Banque du Canada

Encadré 1

La faiblesse du commerce international

Le commerce international s'est nettement ralenti ces six dernières années (**Graphique 1-A**). Pendant la vingtaine d'années précédentes, sa croissance avait augmenté à un rythme environ deux fois plus rapide que celui de la croissance du PIB. Ce rythme soutenu découlait d'une grande évolution structurelle, favorisée principalement par la libéralisation des échanges, dont l'accession de la Chine à l'Organisation mondiale du commerce (OMC), et par les avancées technologiques ayant permis une intensification sans précédent des chaînes de valeur mondiales[1].

Cette profonde et rapide évolution structurelle vers une mondialisation des échanges semblait en grande partie être arrivée à son terme pendant les années ayant précédé la crise. Depuis lors, elle s'est inversée à certains égards. Les avancées dans le domaine économique favorisaient l'essor du commerce international, notamment dans les pays émergents d'Asie, mais leur nature a évolué et elles conduisent maintenant à une progression dans la chaîne de valeur et à une substitution des intrants importés par des intrants nationaux. En particulier, ces dix dernières années, le secteur manufacturier chinois a fabriqué un éventail de plus en plus grand de produits en Chine même. Il s'est donc moins spécialisé dans l'assemblage et le traitement d'intrants importés et a réduit l'importance des chaînes d'approvisionnement mondiales.

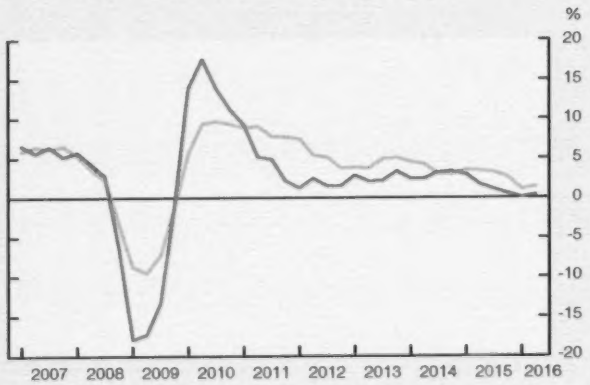
Après la crise, la montée du protectionnisme semble aussi avoir pesé sur la croissance du commerce international. Si les dirigeants des pays du G20 se sont constamment engagés depuis 2009 à éviter les mesures protectionnistes, cette résolution n'en a pas moins perdu en fermeté au fil du temps. D'après l'OMC, les pays du G20 ont imposé au total 1583 mesures de restriction des échanges depuis 2009, et ont pris 145 nouvelles mesures du genre rien que pendant les six mois écoulés entre octobre 2015 et la mi-mai 2016.

La faiblesse de l'économie mondiale a constitué également un des principaux facteurs du recul de la croissance du commerce international. Parmi eux, l'un des plus importants est l'atonie des investissements, qui s'explique par une combinaison de facteurs structurels et cycliques[2]. Le ralentissement de la croissance des investissements à l'échelle mondiale — composante de la demande fortement dépendante des échanges — s'observe depuis 2012, et particulièrement aux derniers trimestres. L'accroissement des investissements privés reste modéré dans bien des économies avancées, surtout aux États-Unis. Si les investissements devraient reprendre leur progression sous l'effet de l'amélioration des perspectives de la demande, ils suivront probablement une trajectoire de croissance plus faible qu'avant la crise.

L'étroite relation unissant l'anémie des échanges et la faiblesse des investissements est sans doute un facteur important dans le ralentissement de la productivité et de la croissance de la production potentielle, qui persiste depuis la crise financière mondiale.

Graphique 1-A : La croissance du commerce international et des investissements mondiaux continue de ralentir

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Nota : La formation brute de capital fixe mondiale représente un agrégat de 48 économies avancées et émergentes, qui comptent pour 84 % du PIB mondial.

Sources : agences statistiques nationales, Bureau d'analyse des politiques économiques des Pays-Bas et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2016T2

1 Pour en savoir plus sur le sujet, voir S. S. Poloz (2016), *Conférence commémorative Paul-Storer — L'intégration du commerce transfrontalier et la politique monétaire*, document d'analyse du personnel n° 2016-20, Banque du Canada, septembre; et M. Francis et L. Morel (2015), « Le ralentissement du commerce mondial », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 14-28.

2 Dans son rapport d'octobre 2016 sur les perspectives de l'économie mondiale, le Fonds monétaire international indique que la faiblesse globale de l'activité économique mondiale, en particulier en ce qui a trait à l'investissement, est le principal blocage de la croissance des échanges et représente jusqu'aux trois-quarts du ralentissement.

Les conditions financières mondiales demeurent expansionnistes

Les conditions financières mondiales sont restées largement expansionnistes depuis la publication du *Rapport* de juillet, ce qui est attribuable en partie aux politiques monétaires. Dans un contexte d'inflation toujours faible et de croissance modeste, les banques centrales des économies avancées ont maintenu ou assoupli davantage l'orientation de leur politique monétaire.

Dans la plupart des économies avancées, les rendements se situent toujours à des creux historiques malgré une augmentation des taux des obligations d'État à long terme au cours des dernières semaines. Ces faibles rendements contribuent à la vigueur des investissements de portefeuille et à l'assouplissement des conditions financières dans bon nombre de pays émergents. Parallèlement, les cours mondiaux des actions restent proches des sommets atteints récemment. Les écarts de taux relatifs aux obligations de sociétés se sont encore rétrécis depuis juillet et les émissions d'obligations de sociétés à l'échelle mondiale ont enregistré des niveaux élevés.

Les marchés anticipent un très lent processus de normalisation du taux directeur aux États-Unis. Cette normalisation contribuera aux divergences dans l'orientation de la politique monétaire entre les économies avancées. Au fil de sa progression durant la période de projection, cette normalisation contribuera vraisemblablement à une accentuation des courbes de rendement sur les marchés mondiaux.

La croissance économique aux États-Unis devrait rebondir

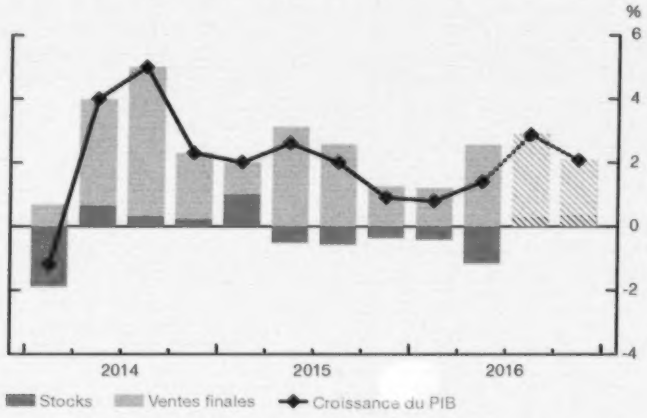
L'économie américaine devrait se renforcer au deuxième semestre de 2016, après avoir progressé plus lentement que la production potentielle au premier semestre. Les investissements en stocks, qui ont exercé un effet modérateur sur la croissance pendant cinq trimestres d'affilée, devraient apporter une contribution positive au second semestre (**Graphique 1**). Par ailleurs, les investissements des entreprises devraient regagner du terrain. En particulier, la hausse du nombre de forages pétroliers laisse entrevoir une amélioration des investissements dans le secteur de l'énergie. L'investissement résidentiel s'est contracté au deuxième trimestre, la composition des activités de construction résidentielle ayant évolué vers des maisons plus modestes. Il devrait recommencer à croître pour répondre à la demande de logements liée à l'évolution démographique. Parallèlement, la consommation a enregistré une forte expansion, stimulée par la solide confiance des consommateurs et par la vigueur du marché du travail, qui a enregistré des gains notables au chapitre de l'emploi ces dernières années (**Graphique 2**).

La croissance économique devrait augmenter pour s'établir en moyenne à environ 2 % en 2017-2018, conformément aux prévisions du *Rapport* de juillet. Toutefois, les prévisions quant à sa composition ont changé. Les investissements des entreprises devraient progresser à un rythme plus modéré que prévu antérieurement, tandis que le profil de l'investissement résidentiel est appelé à diminuer. Ces révisions sont compensées par un rythme de croissance de la consommation légèrement plus rapide. On prévoit à présent que les investissements des entreprises augmenteront d'environ 3 % par an en 2017-2018, ce qui est en adéquation avec le redressement anticipé de la demande globale (**Encadré 2**). La croissance des exportations devrait également se redresser, l'effet modérateur lié à l'appréciation passée du dollar américain continuant de se dissiper.

L'inflation fondamentale mesurée par l'indice de prix relatif aux dépenses de consommation des ménages a progressé par rapport au creux de 1,4 % touché au quatrième trimestre de 2015 et devrait atteindre 2 % d'ici 2018, à mesure qu'augmentent les pressions sur les salaires et que diminuent les effets désinflationnistes de l'appréciation passée du taux de change.

Graphique 1 : Les ventes finales indiquent un dynamisme sous-jacent dans l'économie américaine

Contribution à la croissance trimestrielle annualisée du PIB réel, données trimestrielles

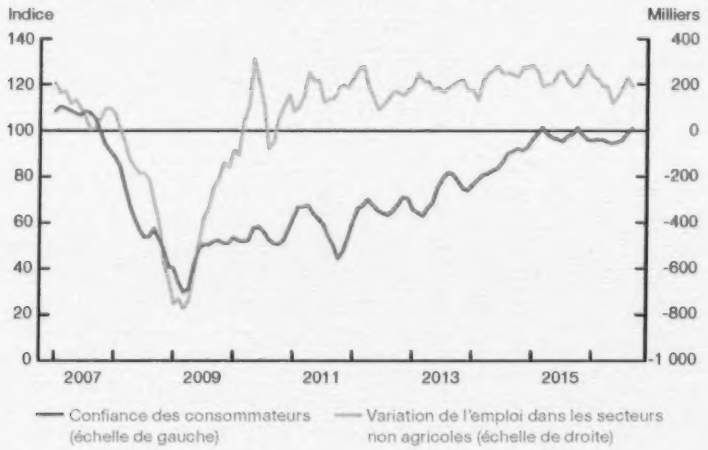


Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis et estimations et projections de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2016T4

Graphique 2 : La confiance des consommateurs aux États-Unis s'est raffermie, tandis que l'emploi progresse

Moyenne mobile sur trois mois; base 100 de l'indice : 1985



Sources : Conference Board des États-Unis et Bureau des statistiques du travail des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics

Dernière observation : septembre 2016

Encadré 2

Comprendre la faiblesse des investissements des entreprises aux États-Unis

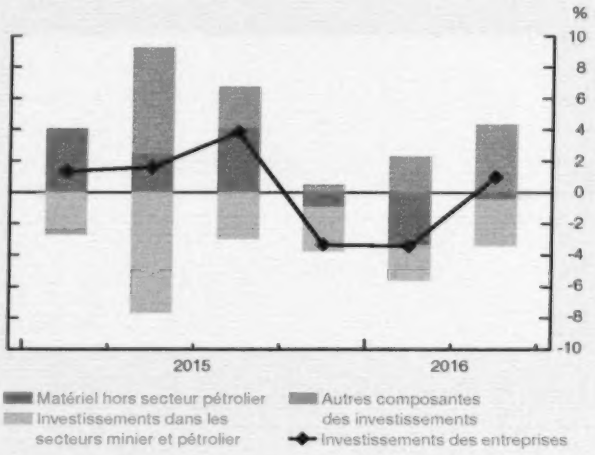
Les investissements des entreprises aux États-Unis, qui se sont contractés de 2 % en moyenne au cours des trois derniers trimestres, ont exercé un effet modérateur sur la croissance. Cet effet était en partie prévu, étant donné le recul prononcé des investissements dans le secteur de l'énergie, qui a entraîné à son tour une diminution des investissements des fournisseurs industriels, comme les fabricants d'équipements d'exploitation pétrolière et leurs fournisseurs en amont. L'atonie observée en dehors du secteur de l'énergie était, elle, plus inattendue (**Graphique 2-A**). Cette faiblesse plus généralisée est vraisemblablement attribuable à des facteurs transitoires de même qu'à des tendances à plus long terme.

Ces facteurs transitoires comprennent l'appréciation passée du dollar américain, qui a freiné les projets d'investissement des exportateurs, ainsi que les incertitudes sur les plans économique et politique qui pourraient avoir incité des entreprises à reporter des investissements clés[1]. Au cours des prochains mois, les effets de ces vents contraires temporaires devraient s'atténuer et les investissements dans le secteur de l'énergie se stabiliser. On s'attend par conséquent à une reprise de la croissance des investissements en 2017.

Les tendances qui se dessinent à plus long terme ralentiront toutefois le redressement de la croissance des investissements. Une fois que les facteurs cycliques se seront dissipés, la croissance des investissements des entreprises dépendra de facteurs structurels. Comme la Banque l'avançait dans le *Rapport* d'avril, ces facteurs structurels sont moins favorables que par le passé : l'institution estime actuellement que la croissance de la production potentielle se situe à environ 1 point de pourcentage au-dessous de la moyenne observée au cours des 25 dernières années à cause des facteurs démographiques pesant sur le facteur travail et d'une croissance relativement lente de la productivité. Ces tendances laissent supposer une diminution de la demande future ainsi qu'une nécessité moindre pour les entreprises d'investir. Compte tenu de ces facteurs, la Banque s'attend maintenant à ce que la croissance moyenne des investissements des entreprises aux États-Unis s'établisse à environ 3 % en 2017-2018, ce qui représente une baisse par rapport aux 4 % indiqués dans le *Rapport* de juillet. Cette baisse entraînera des répercussions importantes sur les exportations canadiennes, les investissements étant fortement dépendants des échanges.

Graphique 2-A : Aux États-Unis, la faiblesse des investissements des entreprises est généralisée

Contribution à la croissance trimestrielle annualisée des investissements des entreprises



Nota : Les autres composantes des investissements comprennent les installations non pétrolières et les produits de propriété intellectuelle.

Sources : Bureau d'analyse économique des États-Unis par l'intermédiaire de Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2016T2

1 Pour en savoir plus à ce sujet, voir M. Leboeuf et R. Fay (2016), *What Is Behind the Weakness in Global Investment?*, document d'analyse du personnel n° 2016-5, Banque du Canada, février.

Les perspectives de croissance dans les autres économies avancées demeurent modestes

Il est encore difficile de prévoir les conséquences économiques et géopolitiques au sens large de la décision du Royaume-Uni de quitter l'Union européenne (le Brexit). Les effets initiaux du Brexit sur la confiance semblent avoir moins pesé sur l'activité économique mondiale qu'on ne le prévoyait en juillet. La zone euro, en particulier, a été plus résiliente qu'anticipé, comme le montre la vigueur des indicateurs qualitatifs, tels que les indices des directeurs d'achat et les mesures du climat économique.

Au Japon, les mesures de relance budgétaire annoncées récemment devraient stimuler quelque peu la croissance jusqu'à la fin de l'année et tout au long de 2017. Par ailleurs, la Banque du Japon a ajouté deux composantes importantes à son cadre de politique monétaire : d'une part, un contrôle de la courbe des taux de rendement, dont elle se servira pour s'efforcer de maîtriser les taux d'intérêt tant à court qu'à long terme; d'autre part, un engagement à dépasser la cible d'inflation, soit à accroître la base monétaire tant que le taux d'accroissement des prix à la consommation n'est pas durablement stabilisé au-dessus de l'objectif de 2 %.

Les pays émergents continuent de soutenir la croissance mondiale, mais doivent faire face à des défis

La croissance en Chine devrait ralentir graduellement pour s'établir à 6,3 % d'ici 2018. Les mesures de soutien budgétaire annoncées précédemment et l'expansion rapide du crédit semblent alimenter la progression des dépenses dans les infrastructures et le secteur du logement. Même si ces évolutions contribuent à compenser en partie la réduction de la demande découlant du ralentissement de l'investissement dans les secteurs minier et manufacturier, elles pourraient accroître le levier financier, surtout celui des sociétés d'État non rentables, et de là exacerber les vulnérabilités financières.

L'effet modérateur exercé sur la croissance s'estompera dans les pays émergents importateurs de pétrole, certains d'entre eux, dont le Brésil, touchant le creux de la récession. La croissance économique devrait aussi être soutenue par les progrès accomplis dans le cadre des initiatives visant à favoriser la croissance, telles que d'importantes réformes fiscales en Inde et l'engagement des autorités indonésiennes d'accroître les dépenses d'infrastructure. Le profil global de croissance a toutefois été révisé à la baisse depuis juillet, car la faiblesse de l'investissement à l'échelle du globe et le raffermissement de la monnaie des grands pays émergents devraient freiner l'expansion des exportations.

La Banque s'attend encore à un renforcement de la croissance dans le reste du monde durant la période de projection, à mesure que les pays émergents exportateurs de pétrole s'ajusteront aux bas prix du pétrole.

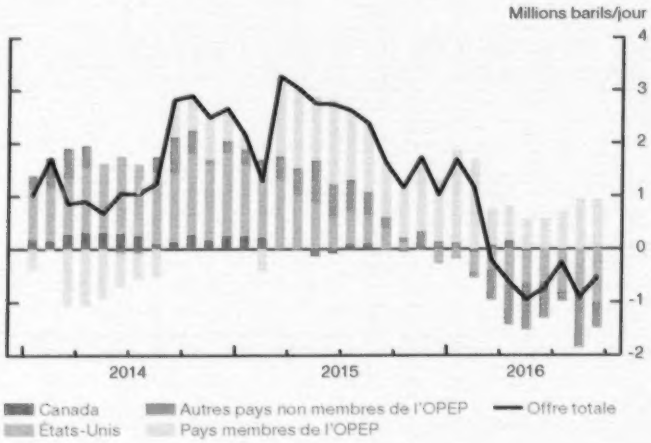
Les prix des produits de base sont demeurés relativement stables

Les cours de référence mondiaux du pétrole ont oscillé près des niveaux postulés dans le *Rapport* de juillet. Ceux du Western Canada Select (WCS) — l'un des principaux pétroles dont se servent les producteurs de l'Ouest du Canada pour établir les prix de référence — ont été légèrement plus bas, en moyenne, à cause surtout de la reprise de la production en Alberta. Par convention, la Banque postule que les cours du pétrole demeureront près de leurs niveaux moyens récents, à savoir 48, 46 et 32 dollars américains le baril pour le Brent, le West Texas Intermediate et le Western Canada Select, respectivement (**Encadré 3**, page 10).

Les évolutions récentes, y compris la cible de production proposée par l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP), ont influé sur les variations des prix du pétrole, mais n'ont guère changé l'opinion de la Banque sur le rythme de rééquilibrage du marché pétrolier. En réaction aux prix plus bas du pétrole depuis deux ans, l'ajustement de l'offre se poursuit (**Graphique 3**). Dans ce contexte, les risques liés à l'hypothèse de

Graphique 3 : La production mondiale de pétrole brut a diminué en 2016

Variation en glissement annuel



Nota : L'OPEP est l'acronyme de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole.

Sources : Agence internationale de l'énergie et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2016

la Banque concernant les prix du pétrole demeurent orientés à la hausse en 2017-2018 : la croissance de la demande devrait rester robuste, tandis que la progression de l'offre sera bridée par les réductions importantes des dépenses en immobilisations des deux dernières années et le décalage entre la production et les investissements pétroliers.

L'indice des prix des produits de base non énergétiques de la Banque du Canada est un peu plus bas qu'en juillet, en raison surtout du fléchissement des prix des produits agricoles. À plus long terme, l'indice devrait demeurer près de son niveau récent, car les mouvements des prix de ses différentes composantes se compenseront réciproquement. On prévoit un léger recul des prix des métaux, ce qui s'explique par le ralentissement touchant la croissance de l'investissement et de la production dans les secteurs à forte intensité de produits de base en Chine, auquel s'ajoute une forte expansion de l'offre provenant de mines construites récemment dans d'autres pays. Par contre, les prix du bois d'œuvre devraient rester élevés à la faveur d'une croissance vigoureuse dans le marché américain du logement.

L'économie canadienne

L'ajustement de l'économie canadienne aux bas prix des produits de base progresse dans un contexte marqué par une demande mondiale faible, mais qui s'améliore. L'effet modérateur exercé par le recul des dépenses d'investissement dans le secteur de l'énergie s'estompe, et certains signes précurseurs donnent à penser que l'activité économique dans les secteurs liés aux ressources serait sur le point de toucher le fond. L'incidence économique générale de la diminution du revenu réel résultant de la baisse des prix des produits de base devrait néanmoins continuer de brider la demande intérieure pendant un certain temps, à mesure que s'opère cet ajustement difficile. Parallèlement, l'activité en dehors des secteurs liés aux ressources croît solidement, stimulée par l'expansion du secteur des services et soutenue par la dépréciation passée du dollar canadien. Dans le même temps, l'atonie de la demande étrangère et les défis qui persistent sur le plan de la compétitivité ralentissent le rythme de croissance des exportations.

Le PIB réel devrait progresser à une cadence supérieure à celle de la production potentielle à compter du second semestre de 2016 (**Encadré 3**). L'activité économique est soutenue par les conditions monétaires et financières expansionnistes et par les mesures budgétaires (**Tableau 2**).

Tableau 2 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage[a, b]

	2015	2016	2017	2018
Consommation	1,1 (1,1)	1,3 (1,1)	1,2 (1,1)	1,2 (1,1)
Logement	0,3 (0,3)	0,2 (0,3)	-0,2 (0,1)	0,1 (0,0)
Administrations publiques	0,4 (0,4)	0,4 (0,4)	0,7 (0,6)	-0,1 (0,0)
Investissements fixes des entreprises	-1,4 (-1,4)	-0,8 (-0,9)	0,2 (0,2)	0,4 (0,5)
Total partiel : demande intérieure finale	0,4 (0,4)	1,1 (0,9)	1,9 (2,0)	1,6 (1,6)
Exportations	1,1 (1,1)	0,2 (0,3)	0,8 (1,1)	1,0 (1,3)
Importations	-0,1 (-0,1)	0,4 (0,5)	-0,9 (-1,1)	-0,5 (-0,8)
Total partiel : exportations nettes	1,0 (1,0)	0,6 (0,8)	-0,1 (0,0)	0,5 (0,5)
Stocks	-0,3 (-0,3)	-0,6 (-0,4)	0,2 (0,2)	0,0 (0,0)
PIB	1,1 (1,1)	1,1 (1,3)	2,0 (2,2)	2,1 (2,1)
Pour mémoire :				
Fourchette de la production potentielle	de 1,4 à 1,8 (de 1,4 à 1,8)	de 1,2 à 1,8 (de 1,2 à 1,8)	de 1,0 à 2,0 (de 1,0 à 2,0)	de 0,9 à 2,1 (de 0,9 à 2,1)
Revenu intérieur brut réel	-1,2 (-1,2)	0,3 (0,6)	2,1 (2,9)	2,1 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,1 (1,1)	1,5 (1,6)	1,9 (2,1)	1,9 (2,0)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Du fait que les chiffres sont arrondis, la somme des éléments ne correspond pas toujours au total.

Encadré 3

Principaux éléments du scénario de référence

La projection de la Banque repose toujours sur plusieurs hypothèses principales dont la modification aura des répercussions importantes sur les perspectives entourant les économies mondiale et canadienne. La Banque examine périodiquement ces hypothèses et évalue la sensibilité de la projection économique à celles-ci.

Première hypothèse, la Banque postule que les cours du pétrole demeureront près de leurs niveaux moyens récents. Dernièrement, les cours du Brent, du West Texas Intermediate et du Western Canada Select ont avoisiné en moyenne 48, 46 et 32 dollars américains le baril, respectivement. Le profil d'évolution de ces cours est généralement conforme à celui anticipé dans le *Rapport* de juillet.

Par convention, la Banque ne cherche pas à prévoir le taux de change dans le scénario de référence. Par conséquent, la deuxième hypothèse veut que le dollar canadien demeure, durant la période de projection, près du niveau moyen observé récemment, soit 76 cents. La valeur du dollar canadien a peu changé depuis la publication du *Rapport* de juillet, ce qui est attribuable en partie à la stabilité relative des prix des produits de base.

Troisième hypothèse, l'écart de production s'établit à quelque -1,5 % — le point milieu d'une fourchette allant de 1 à 2 % —, ce qui correspond à la marge de capacités excédentaires dans l'économie canadienne au troisième trimestre de 2016 selon les estimations de la Banque. Cette hypothèse est du même ordre que celle de juillet postulant un écart de production de -1,7 % pour le deuxième trimestre.

Quatrième hypothèse, la croissance de la production potentielle au Canada s'établira au point milieu de la fourchette d'estimations de la Banque, qui est identique à celle de juillet (**Tableau 2**). De plus **amples** précisions sur l'évaluation que fait la Banque de la production potentielle sont données à l'annexe de la livraison d'avril du *Rapport*.

Cinquième hypothèse, la Banque estime que le taux directeur nominal neutre au Canada se situe entre 2,75 et 3,75 %. La projection actuelle est basée sur le point milieu de cette fourchette, qui n'a pas changé par rapport à celle de juillet.

La prévision du taux de croissance du PIB réel a été revue à la baisse depuis juillet, principalement en raison de l'assombrissement des perspectives pour les exportations et le marché du logement. La Banque prévoit maintenant que l'écart de production se résorbera vers la mi-2018, soit nettement plus tard que prévu en juillet.

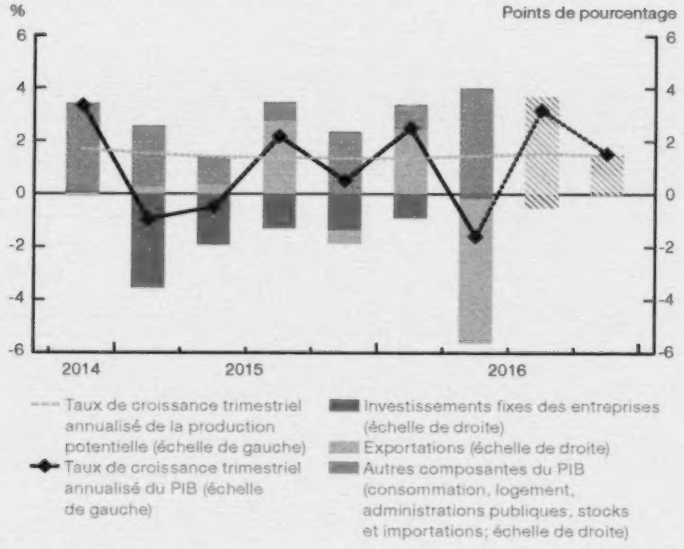
La Banque s'attend à ce que l'inflation avoisine 2 % à compter du début de 2017, lorsque les facteurs temporaires se seront dissipés et à mesure que la marge de capacités excédentaires se résorbera au sein de l'économie.

La croissance économique a repris

L'économie canadienne s'est contractée de 1,6 % (en taux annualisé) au deuxième trimestre de 2016 (**Graphique 4**). La croissance a reculé sous l'effet de la diminution marquée et généralisée des exportations de biens et du fait des conséquences des feux de forêt en Alberta, autant de facteurs qui ont amplement contrebalancé la vigueur des dépenses des ménages et des dépenses publiques. La faiblesse des exportations de biens hors produits de base s'explique, en partie, par l'atonie de la demande étrangère. Les investissements des entreprises aux États-Unis ont été très modestes ces trois derniers trimestres, et l'activité dans le secteur manufacturier américain — un important marché pour les exportations canadiennes de biens intermédiaires — a progressé lentement. La faiblesse des exportations de produits de base est également attribuable aux baisses passées des prix de ces derniers ainsi qu'aux perturbations de la production.

Graphique 4 : **L'économie canadienne s'est contractée au deuxième trimestre, mais elle devrait se redresser**

Contribution à la croissance du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et estimations et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2016T4

L'économie est en voie de se redresser au second semestre de cette année, à la faveur d'une meilleure tenue des exportations, d'un retour à la pleine exploitation des sables bitumineux et de l'activité de reconstruction en Alberta. Le PIB réel s'est accru en juillet dans diverses branches d'activité, en particulier la production de pétrole non classique. Après avoir accusé une vive contraction au cours des cinq mois précédents, les exportations de biens ont enregistré des gains en juillet et en août, mais d'une ampleur insuffisante pour regagner le terrain perdu précédemment. Abstraction faite de la volatilité des données, les exportations de services se sont améliorées de façon constante, mais les exportations de biens ont seulement retrouvé leur niveau d'il y a un an (**Graphique 5**). Dynamisées par un raffermissement de l'économie américaine, les exportations devraient continuer de se redresser.

La Banque s'attend par ailleurs à ce que l'instauration de l'Allocation canadienne pour enfants commence à soutenir davantage les dépenses des ménages dans la deuxième moitié de 2016, et les dépenses d'infrastructure du gouvernement fédéral annoncées en mars dans le budget de 2016 devraient commencer à avoir des effets plus prononcés. Toutefois, les mesures fédérales mises en place récemment pour favoriser la stabilité du marché du logement devraient commencer à ralentir l'activité de revente à court terme.

La croissance moyenne aux troisième et quatrième trimestres de 2016 devrait avoisiner 2 1/2 % (**Tableau 3**). Ce chiffre est inférieur à la prévision de juillet, ce qui s'explique par la révision à la baisse des perspectives d'exportation, un recul de l'activité dans le secteur du logement et un changement dans le calendrier de mise en œuvre des mesures fédérales visant l'infrastructure, certains effets de ces mesures étant ainsi repoussés en 2017.

Graphique 5 : Les exportations de biens ont subi un recul, tandis que les exportations de services continuent de croître à un rythme soutenu

Dollars enchaînés de 2007, données mensuelles (biens) et données trimestrielles (services)

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : août 2016 (biens) et 2016T2 (services)

Tableau 3 : Résumé des projections relatives à l'économie canadienne

Taux de variation en glissement annuel[a,b]

	2016				2015	2016	2017	2018
	T1	T2	T3	T4	T4	T4	T4	T4
IPC global	1,6 (1,6)	1,5 (1,6)	1,3 (1,5)	1,7 (1,8)	1,3 (1,3)	1,7 (1,8)	1,9 (2,1)	2,0 (2,1)
Indice de référence (IPCX)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	1,9 (2,0)	1,9 (2,0)	2,0 (2,0)	1,9 (2,0)	1,7 (2,0)	2,0 (2,1)
PIB réel	1,2 (1,1)	0,9 (1,0)	1,1 (1,3)	1,4 (1,9)	0,3 (0,3)	1,4 (1,9)	2,2 (2,1)	2,2 (2,2)
Taux de variation trimestriel annualisé	2,5 (2,4)	-1,6 (-1,0)	3,2 (3,5)	1,5 (2,8)				

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés des projections présentées dans la livraison précédente du *Rapport sur la politique monétaire*. Les hypothèses relatives aux prix du pétrole brut se fondent sur la moyenne des récents cours au comptant.

b. Ce tableau montre les données historiques des deux derniers trimestres et les projections pour les deux prochains trimestres ainsi que les projections en glissement annuel au quatrième trimestre concernant la croissance du PIB réel et l'inflation à plus long terme.

La marge de capacités excédentaires continue d'exercer des pressions à la baisse sur l'inflation

Les deux mesures dont se sert la Banque pour estimer la marge de capacités excédentaires au sein de l'économie, soit les méthodes structurelle et statistique, font état d'une marge notable de capacités excédentaires[1]. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne, les pressions sur la capacité de production ont peu changé et demeurent en deçà de leur moyenne à long terme.

1 Au troisième trimestre, l'estimation structurelle (cadre intégré) de l'écart de production faite par la Banque se situe à -2,2 % et l'estimation statistique (filtre multivarié élargi), à -1,1 %. Pour consulter la série chronologique de ces deux mesures, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada dans le site Web de la Banque.

L'Enquête sur la population active et l'Enquête sur l'emploi, la rémunération et les heures de travail, menées par Statistique Canada, ainsi que les données sur la migration interprovinciale continuent d'indiquer qu'un ajustement au recul passé des prix des produits de base est en cours dans les marchés du travail : l'emploi est faible dans les régions où le secteur de l'énergie est fortement présent et la main-d'œuvre continue de quitter l'Alberta. Par contraste, le secteur des services enregistre de solides gains au chapitre de l'emploi depuis un an, particulièrement en Ontario, en Colombie-Britannique et au Québec, et l'Ontario ainsi que la Colombie-Britannique affichent un solde migratoire interprovincial positif. Dans l'ensemble, le marché du travail canadien a été résilient.

Tenant compte d'un éventail de mesures, l'indicateur du marché du travail de la Banque s'est inscrit en légère hausse et montre que la marge de capacités excédentaires dans l'économie reste plus importante que ne le laisse supposer le taux de chômage national. La Banque juge que la marge de capacités excédentaires dans l'économie au troisième trimestre se situait entre 1 et 2 %.

L'inflation mesurée par l'IPC global se maintient dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque, l'impulsion passagère due à la transmission de la dépréciation passée du taux de change étant amplement contrebalancée par les pressions à la baisse qu'exercent les bas prix des produits énergétiques de consommation et la marge persistante de capacités excédentaires. L'inflation globale a reculé, passant de 1,3 % en juillet à 1,1 % en août. Cette baisse s'avère plus marquée que prévu, du fait de l'inflation plus faible des prix des aliments et de l'essence ainsi que des chocs sectoriels touchant les prix des télécommunications. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait augmenter dans les mois à venir, à mesure que se relâcheront les pressions à la baisse exercées par les prix de l'essence.

La plupart des mesures de l'inflation fondamentale restent près de 2 %, mais elles ont un peu diminué depuis la parution du *Rapport* de juillet. Sans l'incidence de la transmission des variations du taux de change, ces mesures seraient quelque peu inférieures, compte tenu des pressions désinflationnistes associées à la marge persistante de capacités excédentaires au sein de l'économie (**Graphique 6**).

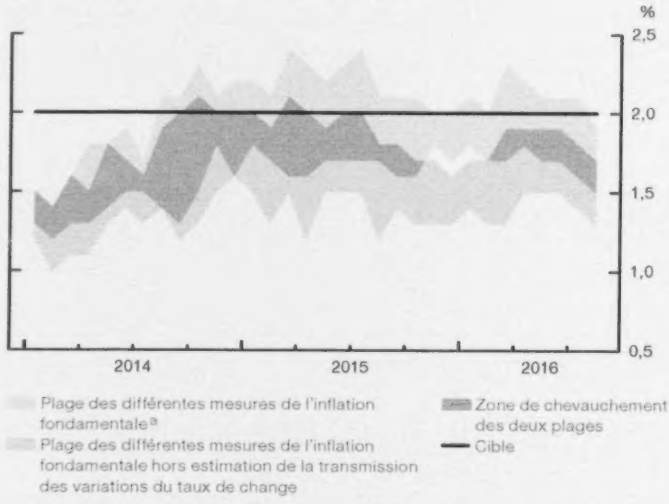
L'effet modérateur exercé par la baisse des prix des produits de base sur la croissance s'estompe

Les ajustements dans les branches d'activité les plus touchées par les prix des produits de base sont en bonne voie, et l'activité dans le reste de l'économie connaît une solide croissance (**Graphique 7**). En réaction à la persistance des prix plus bas, les sociétés pétrolières ont réduit leurs dépenses en immobilisations et leurs effectifs. La réduction des investissements devrait s'atténuer vers la fin de 2016, ce qui se traduira par un niveau d'investissement, dans le secteur pétrolier et gazier, environ 60 % moins élevé qu'en 2014. Dans l'enquête de l'automne sur les perspectives des entreprises, beaucoup de répondants estiment que l'activité liée aux ressources serait sur le point de toucher le fond. Les entreprises tributaires des ressources s'attendent généralement à voir leurs ventes se stabiliser à ce nouveau plancher ou s'accroître modestement au cours des 12 prochains mois.

Partie intégrante de l'ajustement de l'économie au choc des prix des produits de base, la croissance relativement solide du secteur des services soutient la création d'emplois, les revenus et la demande intérieure (**Encadré 4**). En outre, selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises, le

Graphique 6 : Les mesures de l'inflation fondamentale ont quelque peu diminué

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles

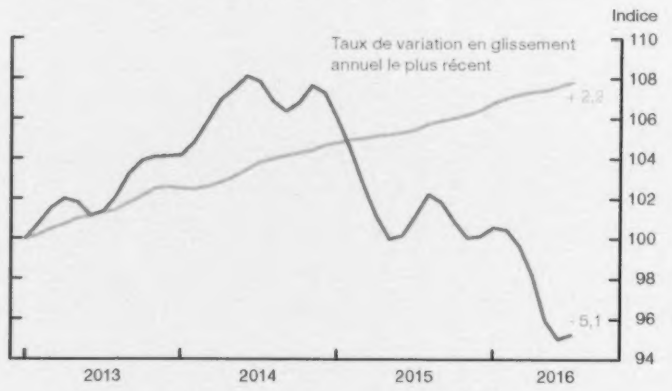


a. Ces mesures sont l'IPCX; MOYET; la médiane pondérée; l'IPCP; l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects; et la composante commune. Pour les définitions, voir Statistiques>Indicateurs>Indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production et l'inflation au Canada>Inflation dans le site Web de la Banque du Canada.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : août 2016

Graphique 7 : L'activité économique à l'extérieur des branches d'activité les plus touchées par les prix des produits de base a continué de prendre de l'expansion

Moyenne mobile sur trois mois; base 100 de l'indice : janvier 2013, données mensuelles



Nota : Les branches d'activité les plus touchées par les prix des produits de base comprennent l'extraction minière, pétrolière et gazière; l'ingénierie et la construction non résidentielle; ainsi que les services professionnels connexes. Les nombres entre parenthèses représentent la part dans le PIB de 2012 (en termes nominaux).

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : juillet 2016

Encadré 4

Le secteur canadien des services est le moteur de la croissance économique

Le secteur des services apporte une contribution importante à l'expansion économique globale : il compte pour environ 70 % de l'économie et génère quatre emplois sur cinq. L'économie s'ajustant aux bas prix des produits de base, le secteur canadien des services a continué de progresser à un rythme constant, alors que la croissance du secteur des biens a ralenti de manière notable. Les exportations du secteur des services ont augmenté de façon soutenue, surtout pour ce qui est des services commerciaux et de voyage. Après des années de croissance stable, les exportations de services, en proportion des exportations totales, sont maintenant pratiquement égales aux exportations de pièces et de véhicules automobiles, et elles dépassent les exportations de produits énergétiques.

Bien qu'on ait observé une vive contraction de l'activité dans certaines branches de services étroitement liées à l'exploration pétrolière — comme l'architecture et le génie —, beaucoup d'entreprises d'autres branches de services sont restées vigoureuses (**Graphique 4-A**). Un certain nombre de petites branches d'activité ont affiché une progression particulièrement rapide, notamment le transport aérien, les placements financiers, le film et l'enregistrement sonore, ainsi que la conception de systèmes informatiques et les autres services d'information.

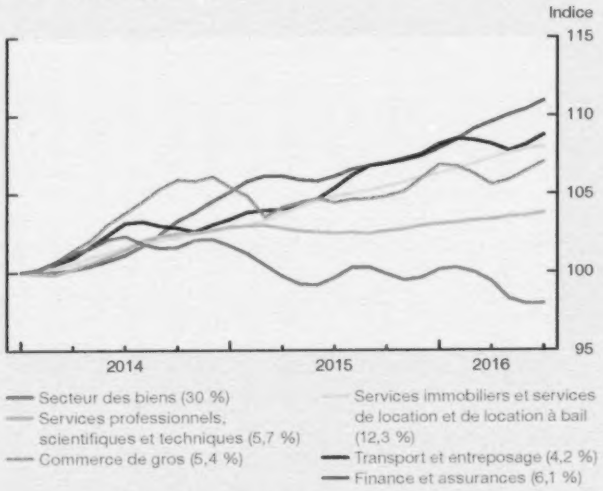
Les gains au chapitre de l'emploi, les salaires et la croissance des revenus témoignent de la contribution du secteur des services à l'ensemble de l'activité économique. Près de 250 000 postes ont été créés dans ce secteur depuis la fin de 2014, alors que celui des biens en a perdu environ 70 000. Du côté des services liés à l'information, à la culture et aux loisirs, l'emploi a été fortement orienté à la hausse; les créations de postes dans les services d'hébergement ont pratiquement contrebalancé les pertes qui ont suivi l'effondrement des prix des produits de base; et la croissance de l'emploi dans les domaines de la finance, des assurances et de l'immobilier a été stable. Bien que le salaire moyen dans le secteur des services reste inférieur à celui du secteur des biens, l'essentiel de la hausse de l'emploi depuis la seconde moitié de 2014 s'observe dans les branches de services qui offrent des salaires supérieurs à la moyenne.

Les revenus générés par le secteur des services ont favorisé la résilience du revenu national et, de manière plus générale, ont alimenté la demande intérieure. La progression des revenus des travailleurs dans le secteur des services a plus que compensé les reculs accusés dans le secteur des biens; de ce fait, dans l'ensemble, la croissance des revenus est restée nettement au-dessus de zéro (**Graphique 4-B**).

(suite à la page suivante)

Graphique 4-A : Certaines branches d'activité du secteur des services ont surclassé le secteur des biens

Moyenne mobile sur trois mois; base 100 de l'indice : janvier 2014, données mensuelles



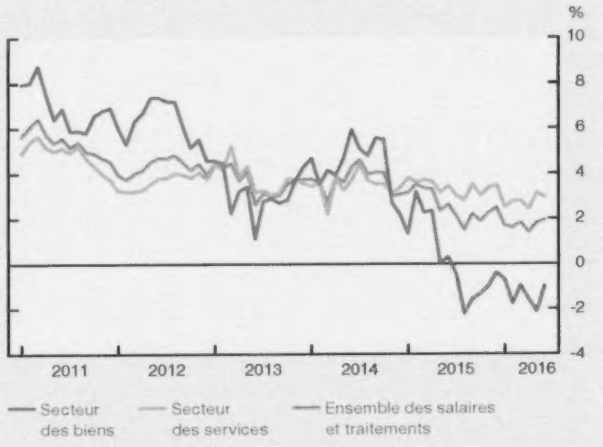
Nota : La part que représente chaque branche d'activité dans le PIB de 2012 (en termes nominaux) est indiquée entre parenthèses.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : juillet 2016

Graphique 4-B : La croissance des revenus a été nettement plus forte dans le secteur des services que dans celui des biens

Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Nota : Le revenu ne comprend pas les cotisations sociales à la charge des employeurs.

Source : Statistique Canada

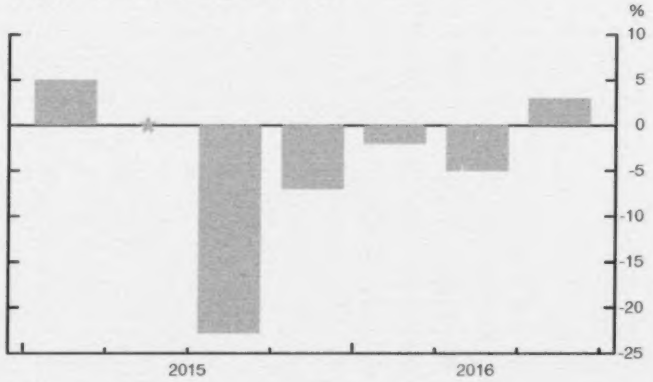
Dernière observation : juin 2016

Encadré 4 (*suite*)

La Banque a récemment consulté les entreprises à vocation exportatrice du domaine des technologies de l'information, un segment du secteur des services petit mais dynamique qui, en raison de l'accélération de la numérisation à l'échelle mondiale, entretient des liens avec beaucoup d'autres branches. Ces entreprises généralement très optimistes quant à leurs perspectives de ventes constatent les avantages considérables de la dépréciation du dollar canadien. Elles ont signalé leur ferme intention d'embaucher du personnel et d'investir dans la recherche-développement.

Graphique 8 : L'évaluation que font les entreprises des effets du niveau plus bas des prix du pétrole et du dollar est devenue positive

Solde des opinions[a], données trimestrielles



★ Indique que le solde des opinions est nul.

a. Pourcentage des entreprises qui, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises, font état d'effets favorables du contexte de prix du pétrole plus faibles et de dollar canadien plus bas diminué du pourcentage de celles qui signalent des effets défavorables.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2016T3

solde des opinions des répondants concernant les effets de la dépréciation du dollar canadien et de la baisse des prix des produits de base sur leurs perspectives est passé de très négatif à positif au cours des cinq derniers trimestres (**Graphique 8**).

Le PIB réel devrait progresser de 1,1 % en 2016 et d'environ 2 % en 2017 et en 2018 (**Tableau 2** et **Tableau 3**). La Banque s'attend à ce que les dépenses solides des ménages continuent d'être le principal moteur de la croissance et que les dépenses publiques et les exportations apportent un soutien additionnel en 2017. La contribution des investissements des entreprises devrait redevenir positive d'ici le début de 2017, et augmenter par la suite.

Les exportations et les investissements devraient croître à un rythme modéré

Les exportations devraient se redresser et croître à une cadence modérée durant la période de projection, à la faveur d'un renforcement de la demande étrangère. Avec les exportations de services, plusieurs composantes des exportations, telles que les aéronefs et les pièces connexes ainsi que les produits pharmaceutiques et médicinaux, devraient tirer la reprise des exportations hors produits de base. De plus, la production et les exportations canadiennes de pétrole devraient afficher des gains au cours de la période projetée, quoique le repli des investissements dans le secteur

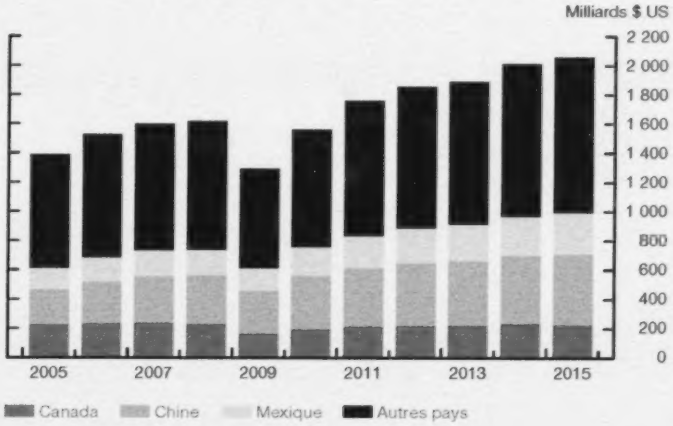
de l'énergie qui a suivi le choc des prix du pétrole soit appelé à freiner le rythme de la croissance durant les deux prochaines années. Dans le secteur des produits de base non énergétiques, des risques à la baisse pourraient peser sur les exportations canadiennes de bois d'œuvre, si les États-Unis imposaient des droits compensatoires après l'expiration de l'Accord sur le bois d'œuvre résineux entre le gouvernement du Canada et le gouvernement des États-Unis d'Amérique.

La projection du taux de croissance moyen des exportations pour 2017 et 2018 est plus basse qu'on ne l'escomptait en juillet. La projection concernant l'activité économique aux États-Unis intègre maintenant une croissance plus faible des investissements des entreprises et un profil d'évolution plus bas pour l'investissement résidentiel, compte tenu de la tendance en faveur de logements plus petits. En outre, la faiblesse persistante des exportations canadiennes de biens hors produits de base cette année laisse supposer que les défis sur le plan de la compétitivité seront plus grands que prévu. La révision à la baisse des exportations, y compris les effets de débordement sur la demande intérieure et les importations, abaisse le PIB réel de 0,6 % d'ici la fin de 2018.

L'un des enjeux qui semble plus important qu'on ne l'avait d'abord estimé concerne la compétitivité du Canada par rapport aux autres pays sur le marché américain. Les importations américaines de biens non énergétiques en provenance du Canada ont stagné, tandis que celles issues des pays concurrents ont augmenté (**Graphique 9**). Le taux de change du dollar canadien est l'un des facteurs qui entrent en ligne de compte à cet égard : bien que le dollar canadien se soit déprécié par rapport au dollar américain ces dernières années, ce qui a accru la compétitivité des exportations canadiennes, les concurrents qui se disputent une part du marché américain ont également connu une dépréciation de leur monnaie, plus prononcée dans certains cas que celle du huard. Le peso mexicain, par exemple, a chuté de plus de 30 % par rapport au billet vert depuis la mi-2014, contre moins

Graphique 9 : **Aux États-Unis, les importations de biens non énergétiques en provenance du Canada ont stagné comparativement à celles issues d'autres pays**

Valeur nominale des importations américaines par pays, données annuelles



Sources : Bureau du recensement des États-Unis, Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2015

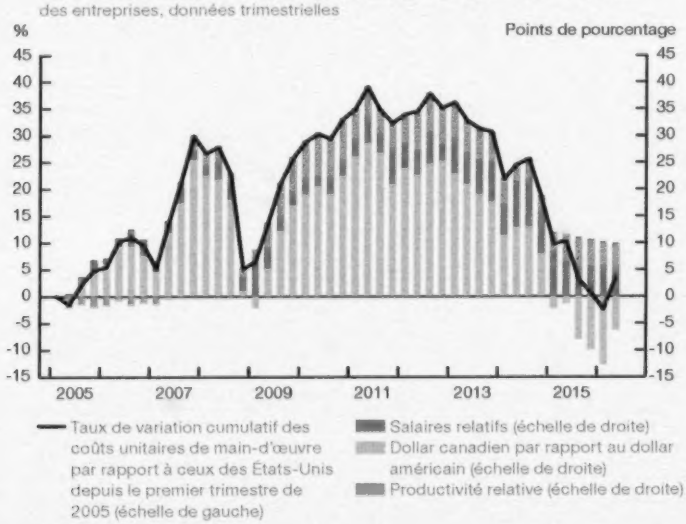
de 20 % pour le dollar canadien. Le cours du dollar canadien continuera de soutenir le niveau des exportations, bien que la majeure partie de l'incidence sur le taux de croissance se soit probablement déjà concrétisée.

D'autres facteurs, comme les différentiels de coût de l'énergie, la hausse des barrières commerciales non tarifaires, l'incertitude quant au sort des accords commerciaux actuels et futurs ainsi que le lent et complexe processus d'approbation des projets, entravent peut-être aussi la capacité du Canada de tirer parti de l'amélioration des perspectives mondiales. Ces facteurs influent également sur le choix de l'endroit où les entreprises établissent leur production : les entreprises exportatrices ont été en mesure de réagir aux hausses de la demande d'exportations grâce à leurs installations étrangères situées à proximité de la source de cette demande, plutôt que grâce aux seules exportations canadiennes. Dans ce contexte, la mauvaise tenue persistante de la productivité et les gains plus importants des salaires relatifs au Canada ont contribué à miner peu à peu la compétitivité des exportations canadiennes, en dépit de la dépréciation du dollar canadien ces dernières années (**Graphique 10**).

Les perspectives d'évolution des exportations restent entachées d'une incertitude considérable, ce qui a des implications importantes pour la projection économique. Par exemple, une croissance des exportations qui serait de 1 point de pourcentage inférieure aux prévisions en 2017 et en 2018 pourrait faire diminuer le niveau du PIB réel de pas moins de 0,5 % d'ici la fin de la période de projection[2]. Dans cette simulation de même que dans le scénario de référence, l'incidence directe des exportations plus faibles sur le PIB se trouve atténuée par le fait que moins d'importations sont nécessaires comme intrants dans les exportations.

Graphique 10 : **La productivité relative et les coûts de main-d'œuvre continuent de nuire à la compétitivité, malgré un dollar canadien plus faible**

Contribution de divers facteurs aux variations des coûts unitaires de la main-d'œuvre canadienne par rapport à ceux de la main-d'œuvre américaine dans le secteur des entreprises, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada, Bureau d'analyse économique des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

Dernière valeur du graphique : 2016T2

2 L'estimation ponctuelle dans cette simulation exclut toute réaction des autorités monétaires.

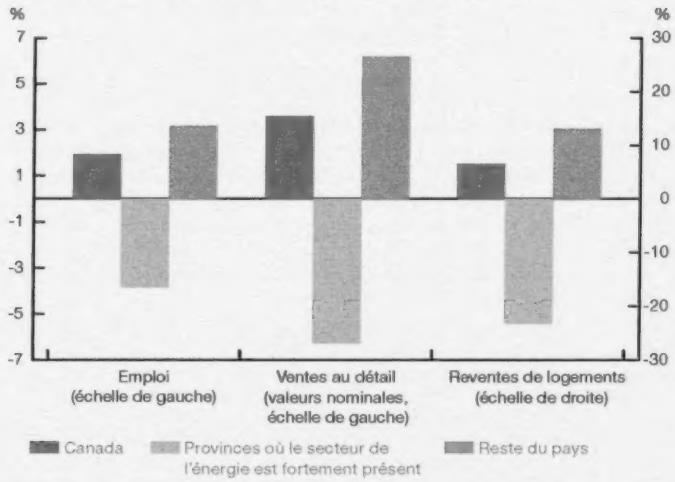
Même si le profil plus faible des exportations dans le scénario de référence se traduira par des investissements des entreprises un peu plus modestes, la croissance des investissements devrait redevenir positive en 2017 et se redresser graduellement durant la période projetée. Selon les résultats de l'enquête de l'automne sur les perspectives des entreprises, celles-ci comptent augmenter leurs investissements au cours des douze prochains mois en plus grand nombre que dans les enquêtes récentes. Plus répandus au sein des entreprises tournées vers les services, les projets d'accroissement des investissements prévoient souvent des dépenses de moins grande ampleur dans les technologies de l'information. Les intentions d'augmenter les investissements demeurent faibles chez les entreprises du secteur manufacturier, à forte intensité d'investissements. On s'attend encore à ce que les investissements dans le secteur hors produits de base s'accentuent, à mesure que les exportations progresseront et que davantage d'entreprises commenceront à se heurter à des contraintes de capacité.

Les dépenses des ménages devraient demeurer solides, à la faveur des mesures budgétaires

La croissance des dépenses des ménages au Canada s'est maintenue, l'emploi et les revenus ayant continué d'augmenter à l'extérieur des provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent (**Graphique 11**). Même si les effets négatifs sur la richesse et les revenus découlant de la dégradation passée des termes de l'échange du pays continueront de brider les dépenses des ménages, la politique monétaire expansionniste demeure une source de soutien. La consommation devrait poursuivre son expansion à un bon rythme, les paiements de transfert fournissant une impulsion à court terme et les effets défavorables de la détérioration passée des termes de l'échange se dissipant lentement.

Graphique 11 : **La croissance des dépenses des ménages au Canada s'est maintenue, malgré la faiblesse observée dans les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent**

Taux de variation depuis novembre 2014, données mensuelles



Nota : Les provinces où le secteur de l'énergie est fortement présent sont l'Alberta, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : juillet 2016 (emploi et ventes au détail) et septembre 2016 (reventes de logements)

L'investissement résidentiel a fait montre de vigueur au premier semestre de 2016, en particulier sur les marchés du logement de la Colombie-Britannique et de l'Ontario. Le ralentissement de l'activité de revente en Colombie-Britannique amorcé au mois de mai s'est intensifié en août. De nouveaux droits de cession immobilière ont aussi été imposés en août sur les propriétés achetées par des étrangers dans le district régional de Vancouver. Les prix à Vancouver restent néanmoins élevés, et l'activité de revente et les mises en chantier demeurent robustes dans la région du Grand Toronto. Les mesures fédérales annoncées dernièrement en vue de favoriser la stabilité sur le marché de l'habitation devraient se traduire par un affaiblissement de l'activité de revente à court terme et par un changement modeste dans la composition de la construction résidentielle au profit de plus petits logements. Compte tenu de ces mesures, le niveau du PIB réel est de 0,3 % inférieur à la fin de 2018[3]. Au vu de ces changements, la contribution de l'investissement résidentiel à la croissance du PIB réel devrait être inférieure en moyenne à ce qui était escompté en juillet. Bien que l'endettement des ménages ait continué d'augmenter, les nouvelles mesures devraient, à terme, atténuer les vulnérabilités dans le secteur des ménages, notamment en améliorant la notation moyenne des nouveaux emprunts.

Les mesures de relance budgétaire contribueront de façon importante à la croissance du PIB, les transferts reçus par les ménages et les mesures en matière d'infrastructure ayant un effet global de 1 % sur le niveau du PIB d'ici la fin de l'exercice 2017-2018[4].

L'inflation devrait se rapprocher de 2 %

L'effet désinflationniste des bas prix des produits énergétiques de consommation et l'effet inflationniste de la transmission des variations du taux de change devraient se dissiper dans une large mesure d'ici la fin de 2016. On prévoit que l'inflation globale avoisinera 2 % en 2017 et en 2018. La marge restante de capacités excédentaires demeurera une source de modestes pressions désinflationnistes en 2017 et durant une partie de 2018 (**Graphique 12**).

Le profil de l'inflation est légèrement plus bas qu'escompté en juillet, compte tenu du fait que dans le scénario de référence, l'écart de production est maintenant un peu plus large et devrait se résorber plus tard qu'anticipé précédemment.

Les attentes d'inflation restent bien ancrées. Les compilations de Consensus Economics publiées en octobre font état de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,5 % pour 2016 et de 2,1 % pour 2017. Selon les réponses à une question semestrielle sur les attentes d'inflation à long terme, les prévisions d'inflation se situent en moyenne à 2 % jusqu'en 2025. Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne indiquent que ces dernières continuent de s'attendre à ce que l'inflation se maintienne, au cours des deux prochaines années, à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 % visée par l'institution.

---

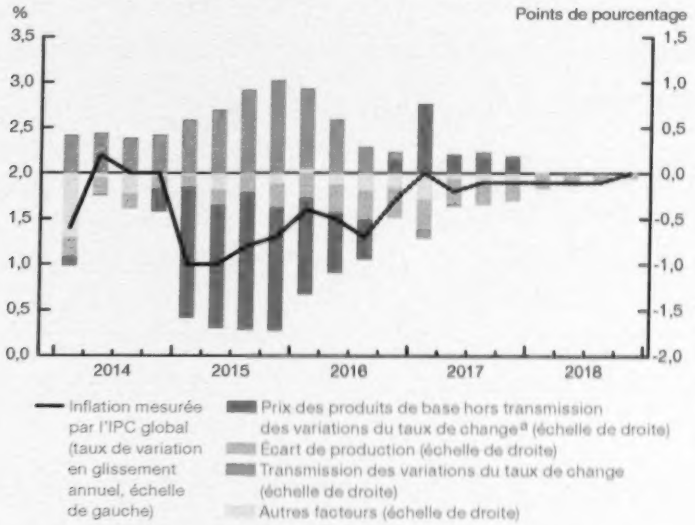
3 L'estimation que fait la Banque des effets des mesures intègre des simulations ainsi que les conséquences passées des modifications apportées à la réglementation du secteur du logement, et tient compte de l'investissement résidentiel plus faible ainsi que des effets de débordement sur les revenus et la consommation. Il importe de noter qu'une incertitude considérable entoure l'incidence globale de ces nouvelles mesures sur l'économie.

4 L'incidence globale des mesures de relance budgétaire n'a pas changé par rapport aux estimations présentées dans le *Rapport* d'avril.

Se fondant sur la dispersion passée des prévisions du secteur privé, la Banque estime que ±0,3 point de pourcentage est un intervalle raisonnable autour de sa projection de référence concernant l'inflation mesurée par l'IPC global. Cet intervalle vise à donner une idée de l'incertitude entourant les prévisions. Le graphique en éventail, qui est obtenu au moyen d'une analyse statistique des erreurs de prévision de la Banque, offre à cet égard une perspective complémentaire (**Graphique 13**).

Graphique 12 : L'inflation mesurée par l'IPC global devrait avoisiner 2 %

Contribution à l'écart de l'inflation par rapport à la cible de 2 %

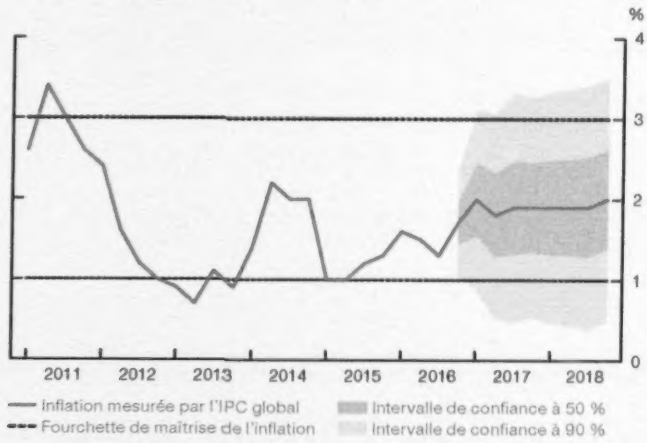


a. Tient aussi compte de l'incidence sur l'inflation de l'écart par rapport à la relation habituelle entre les prix de l'essence et les cours du brut, de l'adoption du programme de plafonnement et d'échange en Ontario, ainsi que de la redevance sur le carbone en Alberta.

Sources : Statistique Canada et estimations, calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 13 : Les intervalles de confiance concernant l'inflation sont centrés autour de 2 % durant la période de projection

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives d'inflation

Dans le présent *Rapport*, le contenu et la présentation de la section sur les risques entourant les perspectives d'inflation ont été remaniés. La Banque y présente un complément d'information sur les évolutions liées aux risques — à la fois les évolutions observées depuis la publication de la livraison précédente et celles qui font l'objet d'un suivi à court terme. Cette information, sans être nécessairement exhaustive, donne un aperçu des indicateurs dont la Banque suit l'évolution. Elle aidera à éclairer l'analyse qui conduit la Banque à déterminer qu'un risque pourrait se dissiper et sera vraisemblablement absent d'un *Rapport* futur; qu'un risque pourrait perdre en importance du fait que certains de ses aspects sont susceptibles de se matérialiser, entraînant une révision de la projection économique; ou encore que la nature d'un risque pourrait changer, par exemple qu'un risque orienté dans une seule direction devienne un risque tant à la hausse qu'à la baisse. L'évolution des risques depuis la parution du *Rapport* précédent est résumée dans le **Tableau 4**.

Plusieurs risques liés à la conjoncture extérieure ainsi qu'à la situation économique intérieure, tant à la hausse qu'à la baisse, pèsent sur les perspectives d'inflation. Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques entourant sa projection de l'évolution de l'inflation sont relativement équilibrés. Comme dans les rapports précédents, l'analyse porte sur certains risques entourant l'évolution projetée de l'inflation qui sont jugés les plus importants parmi l'ensemble plus vaste de risques pris en compte dans la projection.

1) Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis

La projection de la Banque relative à la croissance du PIB potentiel aux États-Unis pourrait refléter une interprétation trop prudente de l'évolution du marché du travail et de la productivité dans ce pays. Par ailleurs, l'incertitude s'est accrue à l'échelle mondiale récemment, exacerbée par la montée de l'incertitude politique et du protectionnisme. La levée de cette incertitude ou une croissance plus vigoureuse des déterminants structurels de l'économie américaine pourraient entraîner une amélioration de la confiance des entreprises et des investissements aux États-Unis, ce qui aurait une incidence positive sur les exportations canadiennes.

2) Prix du pétrole plus élevés

Le raffermissement de la demande de même que des contraintes d'offre pourraient concourir à faire augmenter les prix du pétrole. Des prix du pétrole supérieurs aux attentes amélioreraient les termes de l'échange du Canada et accroîtraient la richesse et les dépenses des ménages au pays.

3) Atonie des investissements des entreprises au Canada

La faiblesse récente des investissements des entreprises pourrait être attribuable à des facteurs plus persistants de nature structurelle. Au fil du temps, cette atonie se traduirait aussi par une moindre intensification du capital et réduirait la production potentielle, ce qui compenserait en partie l'incidence désinflationniste de la demande plus faible.

4) Croissance économique plus lente dans les pays émergents

La croissance pourrait être plus lente dans certains pays émergents, notamment les pays exportateurs de produits de base ou les économies où la dette libellée en dollars américains est élevée. Des risques entourent le rééquilibrage en Chine, compte tenu surtout que les déséquilibres financiers s'y sont accentués. Le ralentissement de la croissance dans les pays émergents pourrait toucher le Canada en abaissant les prix des produits de base et en réduisant les exportations, ainsi qu'en faisant croître l'incertitude et la volatilité financière à l'échelle mondiale.

5) Dépenses des ménages plus faibles

Compte tenu du niveau élevé d'endettement des ménages, ceux-ci pourraient aussi se montrer plus prudents et réduire leur consommation ainsi que leurs dépenses en logement. Des dépenses des ménages moindres que prévu auraient des conséquences négatives directes sur le PIB réel.

Tableau 4 : **Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de juillet**

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Croissance du PIB réel plus forte aux États-Unis	▪ La faiblesse persistante de la croissance de la productivité ▪ La montée de l'incertitude politique et du protectionnisme aux États-Unis ▪ Un récent recul de la demande émanant de la clientèle américaine des entreprises canadiennes ▪ Une reprise de la croissance aux États-Unis après un faible deuxième trimestre	▪ La création d'entreprises, les investissements et la production industrielle aux États-Unis ▪ Le taux d'activité aux États-Unis ▪ La confiance des entreprises et des consommateurs américains
Prix du pétrole plus élevés	▪ La proposition, par l'OPEP[a], d'une cible de production pétrolière ▪ La hausse du nombre d'installations de forage aux États-Unis et le niveau élevé des stocks	▪ Les indicateurs de l'offre future de pétrole, y compris les intentions d'investissement dans le secteur de l'énergie
Atonie des investissements des entreprises au Canada	▪ L'augmentation des sources d'incertitude à l'échelle mondiale ▪ La faiblesse persistante des exportations canadiennes ▪ Les intentions d'investissement des fabricants restent faibles	▪ Les investissements des entreprises américaines et les autres sources de demande d'exportations canadiennes ▪ Les indicateurs des intentions d'investissement et de la confiance des entreprises canadiennes

(suite à la page suivante)

Tableau 4 : Évolution des risques depuis la parution du *Rapport sur la politique monétaire* de juillet *(suite)*

Risque	Évolutions récentes	Facteurs à surveiller
Croissance économique plus lente dans les pays émergents	▪ La croissance plus faible que prévu au Brésil et en Russie ▪ La révision à la baisse des perspectives économiques des pays émergents importateurs de pétrole et du reste du monde	▪ Des sorties de capitaux des pays émergents ▪ Les pressions liées à l'ajustement macroéconomique exercées sur le secteur des produits de base ▪ Les déséquilibres financiers en Chine ▪ La volatilité financière à l'échelle mondiale
Dépenses des ménages plus faibles	▪ La confiance en berne dans les provinces où le secteur de l'énergie est très important ▪ L'accroissement continu de l'endettement des ménages ▪ L'instauration de l'Allocation canadienne pour enfants ▪ Les mesures fédérales visant à favoriser la stabilité du marché du logement	▪ Les indicateurs des dépenses des ménages ▪ La confiance des consommateurs ▪ L'activité dans le secteur du logement ▪ L'endettement et les habitudes d'épargne des ménages

a. OPEP : acronyme de « Organisation des pays exportateurs de pétrole »